

0-795968

*На правах рукописи*

**Ильина Ольга Ивановна**

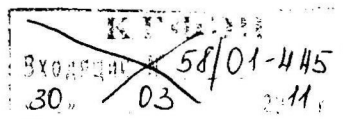
**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ  
СТОИМОСТИ ПРОЕКТОВ В ЖИЛИЩНОМ  
СТРОИТЕЛЬСТВЕ**

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

**АВТОРЕФЕРАТ**

диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Москва 2011



Работа выполнена на кафедре «Оценка и управление собственностью»  
**ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве**  
**Российской Федерации».**

Научный руководитель доктор экономических наук, профессор  
**Никонова Ирина Александровна**

Официальные оппоненты доктор экономических наук, профессор  
**Грабовый Петр Григорьевич**

кандидат экономических наук  
**Спицына Татьяна Андреевна**

Ведущая организация **ГОУ ВПО «Государственный**  
**университет управления (ГУУ)»**

Защита состоится «21» апреля 2011г. в 13-00 часов на заседании  
 совета по защите докторских и кандидатских диссертаций Д 505.001.02  
 при **ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве**  
**Российской Федерации»** по адресу: 125993, г. Москва, Ленинградский  
 проспект, д.55, аудитория 213.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале  
 Библиотечно-информационного комплекса **ФГОБУВПО «Финансовый**  
**университет при Правительстве Российской Федерации»** по адресу: 125993, г.  
 Москва, Ленинградский проспект, д.49, комн. 203.

Автореферат разослан «18» марта 2011 г. и размещен на официальном  
 сайте **ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве**  
**Российской Федерации»**: <http://www.ufrf.ru>.

Ученый секретарь совета Д 505.001.02,  
 к.э.н., доцент

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КФУ

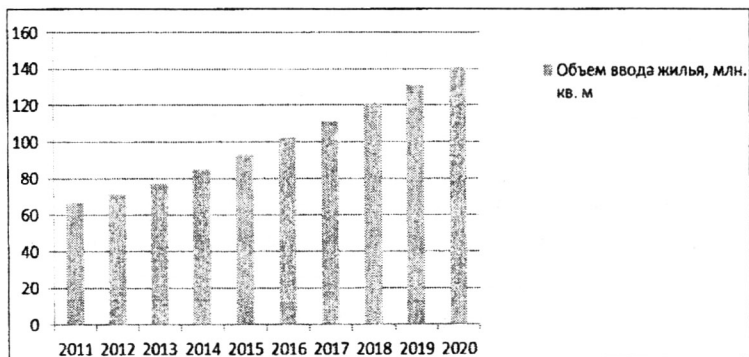
Е.Е. Смирнова



0000788228

## 1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Развитие жилищного строительства является важным направлением государственной экономической политики в России. Согласно «Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации до 2020 г.»<sup>1</sup>, объем жилищного строительства в 2020 г. должен достичь 140 млн. кв. м (Рис. 1). Увеличению роста строительства жилья будет также способствовать реализация «Долгосрочной стратегии развития ипотечного жилищного кредитования до 2030 г.»<sup>2</sup>, согласно которой ипотечный жилищный кредит станет основным механизмом приобретения жилья в собственность. Цены на жилье, условия ипотечного жилищного кредитования и доходы населения позволят приобрести жилье 60% населения.



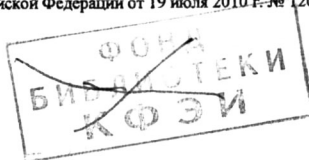
**Рис. 1.** Объемы жилищного строительства в Российской Федерации до 2020 г.

Реализации Концепции будет способствовать активное развитие инвестиционной деятельности в жилищной сфере как с привлечением средств частных инвесторов, так и с привлечением бюджетных средств.

В соответствии с темой автор диссертации определяет достаточно широкий круг проектов в жилищном строительстве, уделяя при этом основное внимание инвестиционным проектам, т.к. вопросы инвестирования в первичный рынок жилой недвижимости нуждаются в дополнительном исследовании в силу своей значимости в современных условиях.

<sup>1</sup> Концепция утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 17 ноября 2008 г. № 1662-р. (ред. от 08.08.2009).

<sup>2</sup> Стратегия утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 19 июля 2010 г. № 1201-р.



В связи с этим повышается актуальность и необходимость развития рыночно ориентированной системы стоимостной оценки соответствующих инвестиционных проектов, а также совершенствования законодательной и методической базы, регулирующей данный аспект экономических отношений.

В российской научной литературе проблемы стоимостной оценки инвестиций на первичном рынке недвижимости (новое строительство) исследованы недостаточно. При этом достаточно большое число работ посвящено проблемам оценки объектов вторичного рынка недвижимости. Современный этап развития отечественного жилищного строительства характеризуется отсутствием четкой стратегии и различными методическими подходами к оценке инвестиционных проектов на первичном рынке.

Руководствуясь целью совершенствования методов оценки стоимости инвестиционных проектов в жилищном строительстве, в первую очередь следует выделить две основные проблемы, присущие применяемым методикам стоимостной оценки:

- ограниченность анализа результатов практической реализации инвестиционных проектов в жилищном строительстве в современных научных исследованиях, позволяющего составить комплексную характеристику объекта оценки – инвестиционных проектов в сфере жилищного строительства;
- недостаточное исследование рисков инвестиционных проектов в жилищном строительстве, находящихся на разных стадиях жизненного цикла, и их влияния на рыночную стоимость проектов и их активов.

Увеличение объема жилищного строительства требует проведения дополнительных исследований по проблемам стоимостной оценки объектов первичного рынка недвижимости, направленных на повышение обоснованности принимаемых инвестиционных решений на основе анализа специфики строящихся объектов.

Недостаточная проработанность вопросов стоимостной оценки рассматриваемых инвестиционных проектов, учитывающих специфику стадий их жизненного цикла, а также восстановление отрасли жилищного строительства в посткризисный период определили актуальность, теоретическую и практическую значимость исследования, его направленность и структуру.





### **Степень научной разработанности темы исследования**

Различные аспекты развития рынка инвестиций в недвижимость, вопросы управления и оценки стоимости недвижимости с учетом особенностей развития их жизненного цикла рассматриваются в работах таких исследователей, как: А.А. Бакулина, П.Л. Виленский, С.В. Грибовский, П.Г. Грабовый, А. Дамодаран, Е.Н. Иванова, Л.Б. Калмыков, В.В. Ковалев, С.П. Коростелев, А.С. Куликов, Р. Купер, В.В. Кушенко, В.Н. Лившиц, Матюгина Э.Г., И.И. Мазур.

Современный этап развития оценочной практики в области недвижимости характеризуется достаточно высокой проработанностью вопросов оценки эффективности инвестиций в первичный рынок недвижимости: методы анализа эффективности исследуются в работах таких исследователей, как В.М. Павлюченко, Г.П. Подшиваленко, И.А. Рахман, С.А. Сагайдак, С.А. Смоляк, Т.В. Тазикина, Е.И. Тарасевич, С. Сейс, В.М. Рутгайзер, Дж. А. Шварц, В.В. Шеремет, В.Д. Шапиро, Е.Ю. Хрусталеv и др. При этом методические вопросы оценки рыночной стоимости проектов на первичном рынке жилищного строительства требуют дополнительного исследования в связи с изменением рыночных условий в 2008-2010 гг.

Теоретические и практические вопросы развития инвестиционных проектов в жилищном строительстве и используемых механизмов их финансирования исследуются в работах Henry S. Harrison, Peiser, Richard B., Anne B. Frej, Miles M., Berens G., Weiss M., Э.Г. Матюгиной, С.В. Грибовского, Г.А. Цылиной, Е.В. Харченко, А. Ткаченко.

Тем не менее, высоко оценивая вклад ученых-экономистов в разработку темы исследования, нельзя не отметить, что в анализируемых работах недостаточно внимания уделено развитию методических положений по оценке строящейся жилой недвижимости, учитывающих масштабность проектов, характер обременений, проработанность законодательства в области жилищного строительства. Учитывая ограниченный объем теоретических работ, посвященных исследованию формирования стоимости инвестиционных проектов, а также постоянно меняющиеся рыночные условия, особенно в посткризисный период, вопрос совершенствования методов оценки стоимости инвестиционных проектов в

жилищном строительстве имеет высокую актуальность и требует дополнительного исследования. Это определило тему исследования, его цели и задачи.

**Цель и задачи исследования.** Целью диссертации является развитие и совершенствование методов оценки стоимости инвестиционных проектов в жилищном строительстве.

Для достижения поставленной цели в диссертации были поставлены следующие задачи:

1. исследовать характерные особенности инвестиционных проектов в жилищном строительстве, а также активов, создаваемых (приобретаемых) в процессе реализации проектов: по типам застройки, классу жилых объектов, характеру обременений;
2. проанализировать финансово-кредитные механизмы развития проектов в жилищном строительстве на основе ипотечного кредитования в сфере жилищного строительства, государственно-частного партнерства, программ по развитию застроенных и неосвоенных территорий;
3. определить направления совершенствования методов оценки стоимости активов инвестиционных проектов в жилищном строительстве на основе учета стадий жизненного цикла проектов;
4. выполнить анализ рисков развития проектов в жилищном строительстве на стадиях жизненного цикла и разработать рекомендации по снижению рисков в процессе реализации инвестиционных проектов, связанные с совершенствованием законодательства, механизмов финансирования и т.д.;
5. провести оценку эффективности применения предложенных методических положений и дать практические рекомендации по оценке рыночной стоимости проектов в жилищном строительстве.

**Объектом исследования** являются инвестиционные проекты в жилищном строительстве, а также создаваемые (приобретаемые) в ходе реализации проектов активы.

При этом под инвестиционным проектом в жилищном строительстве понимается инвестиционный проект, целью которого является удовлетворение спроса населения на жилье за счет строительства и реализации объектов жилой недвижимости.

**Предметом исследования** является методический аппарат оценки рыночной стоимости инвестиционных проектов в жилищном строительстве, а также создаваемых (приобретаемых) в ходе реализации инвестиционных проектов активов, позволяющий учесть интересы всех участников проекта.

**Теоретическую и методологическую основу диссертации** составляют работы отечественных и зарубежных ученых в области оценки стоимости инвестиционных проектов в недвижимости. Методология исследования базируется на использовании общепризнанных научных методов и приемов: системного подхода к объекту и предмету исследования, анализа и синтеза, сравнения и обобщения, группировки, моделирования, методов исторического и логического анализа теоретического и практического материала, что обеспечивает целостность, всесторонность и достоверность диссертационной работы.

Исследование проведено в соответствии со специальностью 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» Паспорта специальностей ВАК.

**Информационную основу диссертации** составили законодательные и нормативные акты Российской Федерации, работы отечественных и зарубежных авторов, посвященные теории и практике оценки недвижимости, в том числе для целей развития и управления недвижимостью, данные Росстата, данные проектной и разрешительной документации компаний, реализующих инвестиционные проекты в сфере жилищного строительства, данные Интернет-ресурсов.

**Научная новизна** диссертационной работы заключается в разработке теоретических и методических положений, обеспечивающих функционирование механизма оценки стоимости инвестиционных проектов и их активов в жилищном строительстве.

На основе выполненных исследований получены следующие новые научные результаты:

- на основе анализа инвестиционных проектов в жилищном строительстве, находящихся на прединвестиционной и инвестиционной стадиях жизненного цикла, определены наиболее эффективные механизмы финансирования строительства объектов первичного рынка жилой недвижимости;
- расширена система классификации инвестиционных проектов в жилищном строительстве на основе их характерных особенностей: типа застройки, класса

объектов жилой недвижимости, механизмов финансирования, характера обременений;

- выявлена зависимость между степенью рисков инвестиционного проекта и изменением рыночной стоимости его активов на стадиях жизненного цикла, а также факторы, обуславливающие изменение рисков проектов под влиянием макроэкономических условий;
- разработаны рекомендации по снижению рисков в процессе реализации инвестиционных проектов в жилищном строительстве, связанные с совершенствованием законодательства в области первичного рынка жилой недвижимости, механизмов финансирования, повышением эффективности расходования средств на строительство жилых объектов;
- обоснована необходимость учета степени готовности объекта жилой недвижимости и сроков завершения реализации проекта при оценке стоимости активов инвестиционного проекта в жилищном строительстве.

#### **Теоретическая и практическая значимость исследования.**

Теоретическое значение результатов исследования заключается в том, что выводы исследования направлены на развитие теории оценки стоимости инвестиционных проектов, методических основ оценки активов, используемых для реализации проектов. Основные результаты исследования целесообразно использовать в формировании программ учебных курсов, связанных с оценкой собственности и инвестиций в недвижимость.

Практическая значимость диссертации состоит в том, что его основные положения, рекомендации и выводы ориентированы на широкое использование хозяйствующими субъектами в процессе принятия решений по управлению инвестициями в недвижимость.

Самостоятельное практическое значение имеют:

- система факторов, определяющих стоимость инвестиционных проектов в жилищном строительстве и перспективы их развития;
- методические рекомендации по оценке стоимости инвестиционных проектов в жилищном строительстве, позволяющие получать более точную и адекватную текущим рыночным условиям стоимость объекта оценки и на ее основе обоснованно принимать решения в области реального инвестирования;

- методика оценки рисков, связанных с развитием проектов, а также определения ставки дисконтирования для денежных потоков инвестиционных проектов в жилищном строительстве в зависимости от стадии жизненного цикла проекта.

### **Апробация и внедрение результатов работы.**

Основные выводы и рекомендации научного исследования по совершенствованию методов стоимостной оценки инвестиционных проектов в жилищном строительстве обсуждались на заседаниях «круглых столов», организованных как представителями оценочной отрасли, так и представителями государственных корпораций, банков и т.д. (Москва, Санкт-Петербург, 2009-2010 гг.). Кроме того, результаты исследования докладывались автором диссертации на межвузовской конференции молодых ученых на тему «Национальные проекты как стратегические инструменты социально-экономического развития России», организованной Советом молодых ученых Финакадемии 22 ноября 2006 г.

Основные положения диссертационной работы используются в практической деятельности ООО «НЭО Центр» (консалтинговая группа) для оценки стоимости инвестиционных проектов в жилищном строительстве, а также принятия управленческих решений по привлечению банковских кредитов клиентами консалтинговой группы. Внедрение результатов исследования в указанной организации подтверждено соответствующим документом.

Основные выводы диссертации использовались при формировании материалов учебного курса «Управление портфелем недвижимости» кафедры «Оценка и управление собственностью» Финансового университета.

### **Публикации.**

По теме диссертации опубликовано 5 работ общим объемом 2,41 п.л. (весь объем авторский), в которых нашли отражение основные результаты исследования, в том числе 2 работы объемом 0,93 п.л. в журналах, определенных ВАК.

**Структура диссертационной работы** обусловлена целями и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка, включающего 128 наименований, 32 таблиц, 12 рисунков и графиков и 3 приложений. Объем работы составляет 147 страниц машинописного текста.

## 2. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во введении обоснована актуальность темы исследования, определены цели, задачи, объект и предмет исследования, сформулирована научная новизна, показана практическая значимость результатов работы.

В соответствии с целями и задачами исследования в диссертации рассмотрены следующие основные группы проблем.

Первая группа проблем связана с уточнением и развитием понятийного аппарата, используемого в оценке инвестиционных проектов и активов, создаваемых (приобретаемых) в процессе девелопмента проектов в жилищном строительстве, а также анализом жизненного цикла и характерных особенностей проектов, обуславливающих их стоимость и риски реализации.

Анализ отечественной практики стоимостной оценки инвестиционных проектов показывает неоднородность и противоречивость определений понятия «стоимости проекта». Стоимость проекта в «узком» смысле (сметная стоимость проекта) может быть определена как совокупность инвестиционных и прочих затрат по проекту, необходимых для реализации проекта (бюджет проекта). Однако данное определение отражает только затратный подход к оценке и не отражает доходную составляющую инвестиционного проекта.

В настоящей работе стоимость инвестиционных проектов в жилищном строительстве предложено определять в зависимости от условий оценки (рыночная, инвестиционная), а также в зависимости от используемых подходов к оценке (Рис. 2).

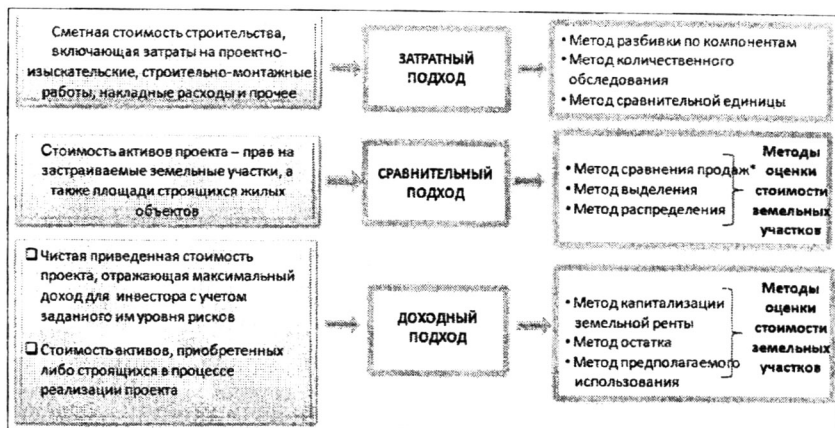


Рис. 2. Виды стоимостей инвестиционных проектов (активов) и соответствующие им подходы к оценке<sup>3</sup>

На разных стадиях жизненного цикла проекта возникают разные цели и задачи оценки стоимости проекта и его основных активов - прав на застраиваемые земельные участки и на площади строящегося жилого дома (Табл. 1).

Таблица 1. Основные задачи оценки стоимости инвестиционных проектов в зависимости от стадии жизненного цикла

Стадии жизненного цикла	Состояние проекта	Задачи оценки стоимости проектов и их активов	Механизмы финансирования
Прединвестиционная	проработка и утверждение исходно-разрешительной и проектной документации	<ul style="list-style-type: none"> <li>определение цены входа в проект</li> <li>выбор концепции проекта</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>средства акционеров</li> <li>бюджетные средства (проекты ГЧП)</li> </ul>
Инвестиционная	<ul style="list-style-type: none"> <li>подготовка строительной площадки к началу строительства</li> <li>работы нулевого цикла, (котлован, фундамент), прокладка коммуникаций</li> <li>строительство надземной части</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>для целей (частичной) продажи проекта</li> <li>изменение концепции проекта</li> <li>оценка объектов залога - прав на земельный участок/площади жилого дома</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>средства акционеров</li> <li>бюджетные средства (проекты ГЧП)</li> <li>кредиты банков</li> <li>средства покупателей (дольщиков)</li> </ul>
Эксплуатационная	внутренние работы, доделки, оформление собственности на квартиры	определение цены реализации квартир в жилом доме	<ul style="list-style-type: none"> <li>средства покупателей</li> </ul>

<sup>3</sup> Международные стандарты оценки и «Методические рекомендации по определению стоимости земельных участков», утвержденные распоряжением Минимущества от 06.03.2002 г. №568-р. Методические рекомендации отменены в связи с введением Федеральных стандартов оценки.

При оценке стоимости инвестиционных проектов в жилищном строительстве, а также прав на строящиеся квартиры либо застраиваемый земельный участок следует проанализировать основные параметры строящегося объекта жилой недвижимости, тем самым произвести позиционирование его по типу застройки, классу недвижимости и т.д. В дальнейшем выявленные параметры объекта должны быть учтены при подборе объектов-аналогов в методе прямого сравнительного анализа продаж, при прогнозировании объемов и цен реализации квартир в методе предполагаемого использования и т. д.

В рамках диссертации предложена классификация инвестиционных проектов в жилищном строительстве, учитывающая специфику их развития (Рис. 3).



Рис. 3. Классификация инвестиционных проектов в жилищном строительстве

К особенностям инвестиционных проектов в жилищном строительстве, которые предложено учитывать при оценке, относятся также:

- наличие высокого неудовлетворенного спроса населения на объекты жилой недвижимости;
- государственная поддержка отрасли жилищного строительства;
- ограниченные возможности привлечения инвестором проекта заемных источников финансирования в кризисный и посткризисный период.

Проведенный анализ российского и зарубежного опыта реализации инвестиционных проектов в жилищном строительстве позволяет сделать вывод,



что стоимость проектов в существенной степени зависит от развития законодательства в данной области. Результаты исследования действующего российского законодательства позволили выявить следующие основные направления его совершенствования:

- Эффективное решение вопросов земельного законодательства, способствующее снижению затрат застройщика и, соответственно, уменьшению стоимости возводимого жилья. Решение данных вопросов возможно по следующим направлениям:

- ✓ разработка градостроительных регламентов и правил зонирования и застройки, которые до настоящего момента во многих населенных пунктах отсутствуют;

- ✓ совершенствование правового инструментария по реализации проектов комплексного освоения территории и приоритетного национального проекта «Доступное и комфортное жилье – гражданам России», в том числе правовых аспектов проведения аукционов по предоставлению прав на земельные участки для комплексного освоения.

- Решение вопроса долгосрочной поддержки государством реализации долгосрочных проектов (рассчитанных на 10-15 лет), в том числе путем использования механизмов государственно-частного партнерства. Анализ препятствий к эффективному развитию ГЧП в России выявляет ряд «узких мест», в том числе пробелы в законодательстве, ряд серьезных институциональных ограничений, недостаток опыта равноправного сотрудничества государственных органов и частных предприятий, несовершенство процедур конкурсного отбора и нерешенные проблемы при составлении и исполнении контрактов ГЧП.

- Совершенствование Федерального закона от 30.12.2004 N 214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации»:

- ✓ принятые в 2010 г. изменения в вышеуказанный закон<sup>4</sup> провозглашают договор долевого участия единственным способом привлечения средств граждан и призваны вытеснить с рынка «серые» схемы продаж жилья;
- ✓ новая редакция не позволяет продавать квартиры до получения разрешения на строительство, что, учитывая дороговизну банковских кредитов, может вызвать сложности у ряда компаний с инвестированием строительных объектов.

**Вторая группа проблем** связана с совершенствованием методов оценки стоимости (активов) инвестиционных проектов в жилищном строительстве путем развития методического аппарата рыночного (сравнительного) подхода.

При реализации инвестиционных проектов возникает необходимость в оценке активов, приобретаемых либо создаваемых в процессе развития проекта. Проведение оценки позволяет более эффективно реализовать сделки по купле-продаже или залогу имущества с целью привлечения долгового финансирования (например, застраиваемых земельных участков или площадей строящегося жилого дома), урегулировать взаимоотношения с городом, а также в целом грамотно управлять стоимостью проекта на каждой стадии его жизненного цикла.

Для целей совершенствования методов оценки стоимости активов инвестиционных проектов - прав на застраиваемые земельные участки и помещения строящихся жилых домов, в рамках метода прямого сравнительного анализа продаж предлагается учитывать такие параметры сравнения, как стадия и сроки реализации инвестиционного проекта, а также риски, характерные для каждой стадии жизненного цикла проекта.

Реализация метода прямого сравнительного анализа продаж предполагает выбор единиц сравнения (объектов-аналогов) с последующей корректировкой их цен на отличия в выбранных параметрах сравнения. Условное применение предлагаемых коэффициентов корректировок приведено на схеме ниже для отражения общей логики расчета по методу простого сравнительного анализа продаж (Табл. 2).

---

<sup>4</sup> Регламентированы 119-ФЗ от 17.06.2010 г. «О внесении изменений в ФЗ «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним» и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Таблица 2. Применение метода простого сравнительного анализа продаж

Параметры сравнения	Стоимость			
	объекта оценки	объекта- аналога №1	объекта- аналога №2	объекта- аналога №3
Коэффициент корректировки на наличие разрешительной документации	-	+/- <sup>5</sup>	+/-	+/-
Коэффициент корректировки на срок завершения проекта	-	+/-	+/-	+/-
Коэффициент корректировки на степень готовности объекта оценки	-	+/-	+/-	+/-
Скорректированные стоимости объектов-аналогов	-	скорректированная стоимость №1	скорректированная стоимость №2	скорректированная стоимость №3
Итого стоимость объекта оценки	Среднее значение (скорректированная стоимость №1-№3)			

Определение стоимости прав на застраиваемые земельные участки либо помещения строящегося жилого дома (квартиры, нежилые площади, машиноместа) проводится на основе внесения соответствующих корректировок в стоимость объектов-аналогов.

В зарубежной и отечественной оценочной практике выделяют девять основных параметров сравнения объектов недвижимости:

- переданные юридические права на объекты недвижимости;
- условия финансовых расчетов при приобретении недвижимости;
- условия продажи (чистота сделки);
- динамика сделок на рынке (дата продажи);
- местоположение;
- физические характеристики;
- экономические характеристики;
- отклонения от целевого использования;
- наличие движимого имущества.

Помимо перечисленных параметров, рыночная стоимость активов проекта в существенной степени зависит от стадии его жизненного цикла, выступающей основополагающим стоимостным фактором.

<sup>5</sup> +/- – отражает премию либо скидку к цене объекта-аналога в зависимости от состояния единиц сравнения.

Ниже в качестве примера приведены сроки, характерные для проекта по строительству современного многоэтажного жилого дома эконом-класса площадью не более 50 тыс. кв. м (Табл. 3).

**Таблица 3. Сроки реализации проекта в разрезе стадий жизненного цикла**

Параметры	Значение
Срок реализации инвестиционного проекта с учетом стадии его жизненного цикла, мес.	36
Срок оформления проектной и разрешительной документации на строительство многоэтажного жилого дома эконом-класса, мес.	18
Предпроектная стадия (градостроительная документация, проект планировки, проект застройки территории, технические условия и проч.)	8
Стадия «П» (разработка проектной документации, в т.ч. согласование главархитектурой архитектурно-планировочных решений)	6
Получение Заключения государственной экспертизы	3
Получение Разрешения на строительство	1
Срок строительства многоэтажного жилого дома эконом-класса (не более 50 тыс. кв. м), мес.	18

Для учета влияния сроков реализации проектов в жилищном строительстве на стоимость основного актива (прав на застраиваемый земельный участок) в диссертационной работе разработана модель расчета коэффициента корректировки на срок завершения реализации проекта:

$$K_{\text{срок}} = (1 + r_{\text{зод}})^{(t_{\text{ан}} - t_{\text{об.оц}})} - 1 \quad (1)$$

где:

$K_{\text{срок}}$  – коэффициент корректировки на срок завершения проекта, %;

$r$  – требуемая норма доходности в жилищном строительстве, % в год;

$t_{\text{ан}}$  – срок до ввода в эксплуатацию объекта-аналога, лет;

$t_{\text{об.оц}}$  – срок до ввода в эксплуатацию объекта оценки, лет.

Проведенный в настоящем исследовании анализ практических примеров реализации проектов по строительству объектов жилой недвижимости позволяет выявить следующую закономерность: для проектов, находящихся на стадии проведения работ «нулевого» уровня (земляных, фундаментных работ), требуемая норма доходности превышает значение аналогичного показателя, характерного для проектов в более продвинутой стадии жизненного цикла.

Кроме того, соискателем предлагается дополнить существующие подходы оценки еще одним коэффициентом корректировки, применяемым к стоимости

объектов-аналогов (квартир строящихся жилых домов) для целей отражения степени готовности строящегося жилого дома по состоянию на дату оценки.

Так как вопрос ценообразования имеет существенное значение для формирования доходной составляющей денежного потока инвестиционного проекта, а фактор стоимости жилой недвижимости во многом связан с уровнем спроса, необходимо учитывать, что покупатели проявляют различные ценовые ожидания в отношении строящихся жилых объектов и объектов, введенных в эксплуатацию.

Коэффициент корректировки на степень готовности строящегося объекта жилой недвижимости предлагается использовать, если оцениваемый объект и аналоги находятся на разных стадиях готовности и имеют разные фактические и планируемые сроки ввода. Чем ближе по времени срок ввода объекта в эксплуатацию, тем выше стоимость объекта.

В результате проведенного исследования выявлено, что прирост стоимости квартир в жилых домах на стадии «возведение каркаса» выше прироста стоимости квартир в жилых домах, находящихся на стадии «внутренние работы». Как правило, после возведения каркаса стоимость 1 кв. м имущественных прав на квартиры в строящихся домах возрастает невысокими, умеренными темпами. В связи с этим предусматриваются различные значения корректировки на готовность, обусловленные стадией строительства: исходя из практических исследований 5-7% в квартал для периода строительства до завершения стадии «возведение каркаса» и 3-5% в квартал для периода строительства, начиная со стадии «внутренние работы» и до полной готовности объекта (длительность данной стадии составляет в среднем 3-4 квартала).

Для расчета коэффициента корректировки на степень готовности строящегося жилого дома соискателем разработана следующая модель:

$$K_{\text{готов}} = [(1 + r_{1\text{кв}})^{\pm t_1} \times (1 + r_{2\text{кв}})^{\pm(t_{\text{общ}} - t_1)}] - 1 \quad (2)$$

где:

$K_{\text{готов}}$  – коэффициент корректировки на степень готовности;

$r_1$  – темп прироста стоимости объекта в зависимости от увеличения степени готовности в течение периода до «возведения каркаса», % в квартал;

$r_2$  – темп прироста стоимости объекта в зависимости от увеличения степени готовности в течение периода после «возведения каркаса», % в квартал;

$t_{\text{общ}}$  – количество кварталов, необходимых для строительства объекта;

$t_1$  – количество кварталов, необходимых для достижения стадии готовности «возведение каркаса» (если объект оценки имеет более ранний срок сдачи по сравнению с аналогом, то разница положительная, если более поздний – отрицательная).

Таким образом, рекомендуемые к применению коэффициенты корректировки позволяют учесть как стадию жизненного цикла строящегося жилого дома, так и планируемый срок ввода объекта в эксплуатацию. При этом в процессе составления выборки объектов-конкурентов целесообразно рассматривать в качестве аналогов такие объекты, которые относятся к первичному рынку недвижимости, так как стоимость данных объектов, также как и объекта оценки, учитывает риск увеличения сроков строительства и ввода объекта в эксплуатацию в более поздние сроки.

Анализ рыночных данных, полученных из открытых источников, позволил обосновать выявленные изменения стоимости квартир в жилом доме по мере роста его строительной готовности.

**Таблица 4. Стоимость 1 кв. м жилья в зависимости от стадии строительства жилого дома**

Дата оценки	Проект	Дата ввода	Срок, оставшийся до ввода, кварталы	Текущая цена 2-х ком. квартиры, руб./кв. м	Скидка к текущей цене квартиры
январь 2010	ЖК «Славянка», 700 м от МКАД, Минское шоссе	март 2011	5	77 900	-18%
июль 2010			3	89 500	-5,8%
декабрь 2010			1	95 000	0%
октябрь 2008	г. Одинцово, мкр.2, д. 18	июль 2009	3	82 000	-12,3%
декабрь 2008			2	87 500	-6,5%
июль 2009			0	93 500	0%
январь 2010	г. Калининград, Ленинградский район, к. 4	июль 2011	6	26 900	-22%
июль 2010			4	31 300	-9%
январь 2011			2	34 500	0%

Источник: данные компаний-застройщиков НБМ, Рантект, данные аудита продаж ООО «НЭО Центр», данные по состоянию на декабрь 2010 г.

**Третья группа проблем** связана с развитием применения метода DCF (discounted cash flow) доходного подхода и разработкой уточненной методики определения ставки дисконтирования в зависимости от стадии жизненного цикла инвестиционного проекта по строительству объекта жилой недвижимости. Следует отметить, что уточнение указанной методики целесообразно и для целей совершенствования методов сравнительного подхода, в частности, при использовании модели определения коэффициента корректировки на срок завершения реализации проекта.

Учитывая, что стоимость проекта является высоко чувствительной к рискам, возникающим в зависимости от стадий жизненного цикла, и, как следствие, к ставке дисконтирования, в рамках проведения оценки необходимо с высокой точностью выявить особенности и специфику проекта: текущую стадию, обременения, характер и качество управления проектом и проч.

Таблица 5. Основные виды рисков проектов в зависимости от стадий жизненного цикла

Стадия жизненного цикла проекта	Виды рисков	Причины возникновения	Возможные последствия
Маркетинговые риски			
Прединвестиционная Инвестиционная Эксплуатационная	Риск ошибки в выборе концепции строящегося объекта	<ul style="list-style-type: none"><li>- Отсутствие маркетинговых исследований по проекту</li><li>- Отсутствие отработанной стратегии сбыта</li><li>- Недооценка конкурентов</li></ul>	Анализ проекта на основании недостоверной информации → неполучение планируемой выручки → неисполнение обязательств перед участниками → снижение стоимости проекта и его активов
	Риск неустойчивости/колебаний спроса		
	Риск противодействия конкурентов		
Риски предевелопмента			
Прединвестиционная	Риск неудачного выбора площадки для строительства	Привлечение компаний, не имеющих достаточного опыта	Увеличение сроков реализации проекта → удорожание финансирования → неполучение планируемой выручки → неисполнение обязательств перед участниками → снижение стоимости проекта и его активов
	Риск неполучения исходно-разрешительной документации		
	Риск удаленности от инженерных сетей		
Риски привлеченных участников проекта			
Инвестиционная	Риски невыполнения обязательств подрядчиком	<ul style="list-style-type: none"><li>- Привлечение компаний, не имеющих достаточного опыта</li><li>- Отсутствие штрафных санкций в договорах с подрядчиками</li></ul>	Удорожание финансирования → увеличение сроков реализации проекта → снижение уровня качества объекта → снижение стоимости проекта и его активов
Риски недофинансирования			
Прединвестиционная Инвестиционная	Риск невыполнения обязательств финансирующими сторонами	<ul style="list-style-type: none"><li>- Привлечение компаний, не имеющих достаточного опыта</li><li>- Ухудшение текущей конъюнктуры рынка</li></ul>	Удорожание финансирования → увеличение сроков реализации проекта → снижение уровня качества объекта → снижение стоимости проекта и его активов



Снижению рисков участников проекта способствует проведение преддоговорной работы: выработка ценовых ориентиров, условий взаимодействия и способов решения проблемных вопросов, установление личного контакта между партнерами.

К примеру, при заключении договоров на строительно-монтажные работы, а также на поставку материалов и оборудования, следует предусмотреть авансовую схему расчетов, не допускающую превышение размеров авансовых платежей в размере 30% от общей стоимости работ и материалов, что позволит минимизировать риск невыполнения договорных обязательств по обеспечению авансовых платежей Подрядчика.

По долгосрочным договорам строительного подряда следует предусмотреть страхование рисков, связанных со случайной гибелью или случайным повреждением объекта строительства, материала, оборудования и другого имущества, используемого при строительстве.

Практика реализации инвестиционных проектов по строительству объектов жилой недвижимости позволяет выявить зависимость между текущими значениями ставки дисконтирования и стадией жизненного цикла соответствующих проектов.

**Таблица 6.** Ставка дисконтированная, характерная для денежных потоков инвестиционного проекта

Стадии жизненного цикла	Состояние инвестиционного проекта	Ставка дисконтирования
нулевая	проработка и утверждение проектной и разрешительной документации	22,5-30%
I	работы нулевого цикла, котлован, фундаментные работы, прокладка коммуникаций	20-22,5%
II	строительство надземной части	16-20%
III	внутренние и отделочные работы, оформление прав собственности на квартиры	12-15%

Высокий уровень ставки дисконтирования на «нулевом» этапе реализации проекта обусловлен высокой степенью неопределенности, так как при отсутствии заключения государственной экспертизы по проекту и разрешения на строительство не представляется возможным говорить о наличии неизменной концепции проекта и его технико-экономических показателей, о согласованных с органами местного самоуправления сроках реализации проекта и т.д.

На основе проведенного исследования реализации инвестиционных проектов на ранней стадии жизненного цикла (практический материал предоставлен ООО «НЭО Центр») выявлено, что средний уровень (доналоговой) ставки дисконтирования для денежных потоков инвестиционного проекта по строительству жилого дома варьируется в диапазоне 24-27%.

Для обоснования применения рассматриваемого уровня ставки дисконтирования использовались следующие допущения:

- в процессе эксперимента рассматривались проекты с концепцией, отвечающей принципу наиболее эффективного использования;
- рассматривались проекты, предполагающие строительство объектов жилой недвижимости с сопоставимым уровнем доходности.

Доказательством корректности применения ставки дисконтирования на уровне 24-27% для оценки стоимости активов проектов (прав на застраиваемые земельные участки), находящихся на ранней стадии жизненного цикла, послужили полученные сопоставимые результаты стоимости в доходном и сравнительном подходах.

**Таблица 7. Ставки дисконтирования в доходном подходе на прединвестиционной стадии жизненного цикла проекта**

Название объекта строительства	Ввод в эксплуатацию	Стоимость 100 кв. м застраиваемого участка, \$		Ставка дисконтирования
		сравнительный подход	доходный подход	
Многофункциональный комплекс с апартаментами, г. Москва, «Москва-Сити»	3 кв. 2014	820 000	870 310	25,35%
Жилой комплекс «Западные ворота столицы», г. Одинцово	1 кв. 2012	82 042	95 804	25,00%
Жилой комплекс в г. Краснодар, ул. 70 лет Октября	3 кв. 2013	18 500	21 350	24,39%
Жилой комплекс в г. Сочи, Курортный проспект	4 кв. 2013	72 245	80 763	25,00%

*Источник: данные ООО «НЭО Центр»*

Следующим шагом в доказательстве применения дифференцированной ставки дисконтирования в зависимости от стадии жизненного цикла проекта выступает анализ уровня ставки для проекта, находящегося в высокой стадии готовности. При этом определение ставки дисконтирования на эксплуатационной стадии жизненного цикла проекта проводилось на основе сопоставления цен на

помещения жилых домов, введенных в эксплуатацию и планируемых к вводу в краткосрочной перспективе (по истечении 1-2 кварталов).

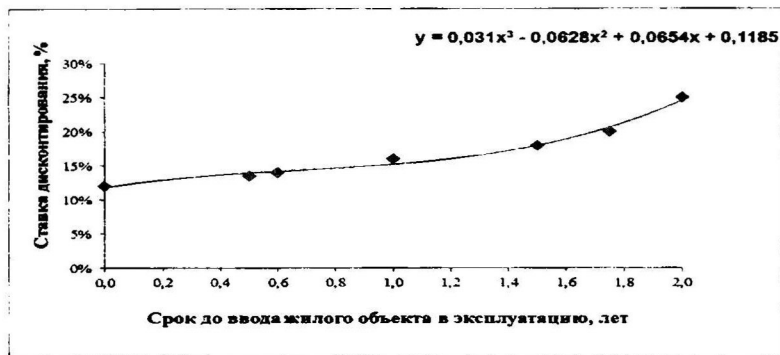
**Таблица 8.** Ставки дисконтирования на эксплуатационной (заключительной) стадии жизненного цикла проекта

Название объекта	Срок ввода в эксплуатацию	Цена реализации, руб./кв.м	Изменение цены, %
г. Красногорск, мкр. 1, к.6А	введен	82 500	3,6%
г. Красногорск, мкр. 3, к.5	3 мес. до ввода	79 613	
Московская обл., пос. Трехгорка, к.28	введен	84 800	3,2%
Московская обл., пос. Трехгорка, к.33	3 мес. до ввода	82 171	
г. Калининград, Ленинградский район, к. 3	введен	37 000	7,2%
г. Калининград, Ленинградский район, к. 4	6 мес. до ввода	34 500	
г. Нижний Новгород, ул. Богдановича, д. 1	введен	51 500	7,7%
г. Нижний Новгород, ул. Богдановича, д. 13	6 мес. до ввода	47 800	

*Источник: данные СУ-155, Рентекст, ПИК по состоянию на декабрь 2010*

Данные таблицы 8 отражают, что цены в объектах высокой стадии готовности различаются на 2-4% и 6-7% при разнице в сроке ввода 1 и 2 квартала, соответственно. Таким образом, годовая величина, в которую можно преобразовать данную скидку, составляет порядка 12-14% (или  $(1+3,5\%)^4 - 1 \times 100\%$ ). Это значение, по сути, является индикативом уровня риска, который характерен для объектов жилого назначения высокой стадии готовности, т.е. соответствует значению ставки дисконтирования для объекта, находящегося в эксплуатационной стадии жизненного цикла.

Исходя из выявленного уровня ставки дисконтирования на ранней и завершающей стадии жизненного цикла проекта, был составлен график изменения ставки дисконтирования для денежных потоков инвестиционного проекта по жилищному строительству (График 4).



**График 4.** Изменение ставки дисконтирования в зависимости от стадии жизненного цикла инвестиционного проекта по жилищному строительству, %

Поведение графика зависит от особенностей конкретного проекта и выявить однозначные значения ставки дисконтирования на инвестиционной стадии представляется возможным только после исследования индивидуальных стоимостных факторов соответствующего проекта. Тем не менее, учитывая выявленные значения ставки дисконтирования для нулевой и заключительной стадии жизненного цикла, график может быть представлен в виде полиномиальной зависимости.

Оценка эффективности применения предложенных методических положений в диссертации проводилась на основе исследования практических примеров реализации инвестиционных проектов в жилищном строительстве в 2008-2010 гг., в качестве одного из которых рассматривался проект по строительству жилого комплекса бизнес-класса в г. Москве.

Объектом оценки выступает земельный участок с улучшениями, переданный на праве краткосрочной аренды с согласованным пакетом проектной и разрешительной документации.

Учитывая, что оценка стоимости активов проекта предполагает комплексный анализ его составляющих, были проведены:

- анализ себестоимости строительства жилого дома на предмет соответствия среднерыночному уровню затрат на строительство жилых объектов сопоставимого класса;

- определение стадии жизненного цикла строящегося объекта и ее влияния на стоимость площадей рассматриваемого жилого дома (квартир, нежилых помещений) и ставку дисконтирования денежных потоков проекта.

При условии вложения в строительство 8,3 млрд. руб. и средней стоимости реализации квартир за весь период продаж в размере 160 тыс. руб. за 1 кв. м, рыночная стоимость прав на земельный участок с улучшениями согласно проведенных расчетов составляет 801,8 млн. руб. (при ставке дисконтирования денежных потоков проекта 22,70%). Корректность проведенного расчета методом предполагаемого использования может быть подтверждена путем расчета удельных аналитических показателей, например, текущей стоимости проекта на 1 кв. м полезной площади. В настоящем расчете данный показатель составил 7 950 руб. за 1 кв. м, что соответствует рыночным значениям цен для сопоставимых объектов жилой недвижимости в рассматриваемой стадии жизненного цикла.

Таким образом, рекомендуемые инструменты оценки позволяют с регулярной периодичностью определять стоимость инвестиционного проекта в целом либо возводимых улучшений в отдельности (квартир, машиномест) по мере увеличения степени готовности строящегося жилого дома.

Таким образом, по результатам проведенного исследования предлагаются следующие **рекомендации по совершенствованию методов оценки стоимости инвестиционных проектов в жилищном строительстве:**

- 1) использование расширенной классификации инвестиционных проектов, отражающей особенности их развития в текущих рыночных условиях, в том числе с учетом действующего законодательства в области жилищного строительства, механизмов финансирования и т.д.;
- 2) оценка рисков проекта на стадиях жизненного цикла и применение уточненной методики определения ставки дисконтирования денежных потоков проекта в зависимости от текущей стадии его реализации;
- 3) применение коэффициентов корректировок в методе прямого сравнительного анализа продаж для определения стоимости активов, создаваемых или приобретаемых в рамках реализации инвестиционных проектов: на срок завершения реализации проекта и степень готовности строящегося жилого объекта.

Предложенные в диссертации научные положения будут способствовать повышению эффективности механизма оценки стоимости инвестиционных проектов в жилищном строительстве, а также стоимости активов инвестиционных проектов в посткризисный период. Рост качества методов стоимостной оценки в текущих условиях позволит повысить востребованность оценки на первичном рынке жилой недвижимости.

### 3. ОСНОВНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

*Публикации в журналах, определенных ВАК:*

1. Ильина О.И. Инвестиционные проекты в жилищном строительстве: как заставить стройку приносить деньги [текст] / Ильина О.И. // Управление проектами. – М., 2010. - №1(18). – С. 18-21 (0,35 п.л.);
2. Ильина О.И. Риски реализации инвестиционных проектов в жилищном строительстве: пути и способы хеджирования [текст] / Ильина О.И. // Управление проектами. – М., 2010. - №2(19).- С. 24-29 (0,58 п.л.).

*Публикации в других научных журналах и изданиях:*

3. Ильина О.И. Состояние и перспективы развития рынка жилищного строительства в России [текст] / Ильина О.И. // Национальные проекты как стратегические инструменты социально-экономического развития России: Сборник научных статей молодых ученых. - М.: Финакадемия, 2007. – С. 43-55 (0,63 п.л.);
4. Ильина О.И. Жилищное строительство в России: темпы строительства и тенденции развития [текст] / Ильина О.И. // Оценочная деятельность в России: Сборник научных трудов: Вып. 9. / Под ред. проф. М.А.Федотовой, проф. Т.В. Тазихиной. - М.: Финакадемия, 2009. – с. 137-146 (0,52 п.л.);
5. Ильина О.И. Перспективы российского рынка жилищного строительства [текст] / Ильина О.И. // Оценочная деятельность в России: Сборник научных трудов: Вып. 10. / Под ред. проф. М.А.Федотовой, проф. Т.В. Тазихиной. - М.: Финакадемия, 2010.- С. 157-162 (0,33 п.л.).



